

"El capítulo VI se ocupa de agilizar el procedimiento que habrá de seguir el superintendente bancario cuando toma posesión y liquida entidades sujetas a su control y vigilancia. La Ley 45 de 1923 establece un procedimiento para tal propósito. Sin embargo, la expedición del nuevo Código de Comercio, la aparición de variadas formas de intermediación financiera, desconocidas por el legislador de 1923 y a las que se les continúa aplicando las normas de aquel año por remisiones legislativas; lo mismo que la experiencia adquirida por la Superintendencia Bancaria en las intervenciones y liquidaciones que se han llevado a cabo, indican que es conveniente modernizar la legislación aplicable en esta materia.

"Finalmente, el capítulo VII del proyecto que se denomina disposiciones varias, contiene normas so-

bre las cajas de ahorro que en Colombia comienzan a cobrar importancia y que en otros países constituyen uno de los instrumentos de captación de ahorro más eficientes. Los artículos propuestos están orientados a definir su naturaleza jurídica, que no resulta clara dentro de la legislación actual. El proyecto concluye con un artículo que contiene las derogaciones expresas correspondientes...".

Espero no haber abusado de la paciencia de ustedes con la lectura de estas notas. Aunque disímiles, los temas tratados tienen el mérito, si alguno tienen, de compendiar ciertos lineamientos que han orientado la acción de la Superintendencia Bancaria en este último año. A las directivas del Centro por tan generosa invitación y a ustedes por su amable atención, muchas gracias.

EL COMPORTAMIENTO DEL ENDEUDAMIENTO PRIVADO EXTERNO PARA LA FINANCIACION DE IMPORTACIONES: 1971-1977

POR JUAN CARLOS JARAMILLO Y FERNANDO MONTES NEGRET *

I — INTRODUCCION

El objetivo del presente estudio es analizar diversos aspectos del endeudamiento privado de corto y mediano plazo para la financiación de importaciones. Estos comprenden los orígenes y las motivaciones de este tipo de deuda, las razones por las cuales las autoridades han tratado de desestimularla, las medidas adoptadas para tal fin y, por último, la efectividad de las mismas en lograr su propósito.

La Sección II del trabajo presenta una visión global del endeudamiento privado externo de carácter comercial, a fin de ubicar la deuda para importaciones dentro de un marco general y así evaluar su importancia relativa. Este análisis muestra la evolución del rubro durante la presente década, y es la base de los argumentos de las secciones siguientes. En la Sección III se analizan las diferentes modalidades de controles que se han impuesto a la deuda comercial externa y las razones para su adopción. La Sección IV estudia los posibles determinantes del endeudamiento bajo condiciones de un mercado no regulado; se hace énfasis especial en los diferenciales entre tasas de interés internas y externas. La Sección V se refiere a los efectos que sobre el nivel de endeudamiento comercial y sobre

el ritmo de pagos por importaciones, han tenido las condiciones expuestas en las partes III y IV. Finalmente se presentan las principales conclusiones del estudio y se avanzan hipótesis sobre el tema que requieren un análisis más amplio.

Es importante señalar de antemano dos aspectos de carácter metodológico que imponen limitaciones al alcance del presente estudio. 1º) Se ha buscado concentrar el análisis en el endeudamiento externo privado por considerarse que el del sector público obedece, por lo general, a motivaciones distintas de las del sector privado. Sin embargo, no ha sido posible en todos los casos aislar estos dos sectores. Por ejemplo, créditos otorgados a instituciones como IDEMA, ICEL, ECOPETROL, etc., o importaciones hechas por este tipo de entidades públicas, no fueron excluidas del análisis como consecuencia de carencia de información detallada al respecto. En la medida que el comportamiento de estas entidades difiera en forma significativa del comportamiento del sector privado, las conclusiones que se derivan del presente

* Los autores agradecen los comentarios y sugerencias hechos por los doctores Francisco J. Ortega y Luis Carlos Rincón, así como la colaboración de los funcionarios de la Oficina de Cambios y del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República.

trabajo presentarán sesgos cuya magnitud dependerá del monto relativo de las operaciones de las empresas en mención. 2º) Se han excluido aquellas operaciones realizadas por el sector privado a través de organismos internacionales como el BIRF, BID, CFI, etc. Estas tienen características especiales de ayuda externa en cuanto a garantías, tasas de interés, plazos, tipo de intermediación, etc., por lo cual se consideró que no debían ser analizadas dentro del mismo contexto de la deuda comercial privada.

II — EVOLUCION DEL ENDEUDAMIENTO PRIVADO EXTERNO 1971-1977

El concepto de endeudamiento privado externo aquí utilizado comprende los siguientes rubros:

a) Endeudamiento originado en operaciones hechas a través de los bancos comerciales, la Caja de Crédito Agrario y las corporaciones financieras. Esta deuda comprende básicamente prefinanciaciones de exportaciones y créditos para importaciones.

CUADRO 1

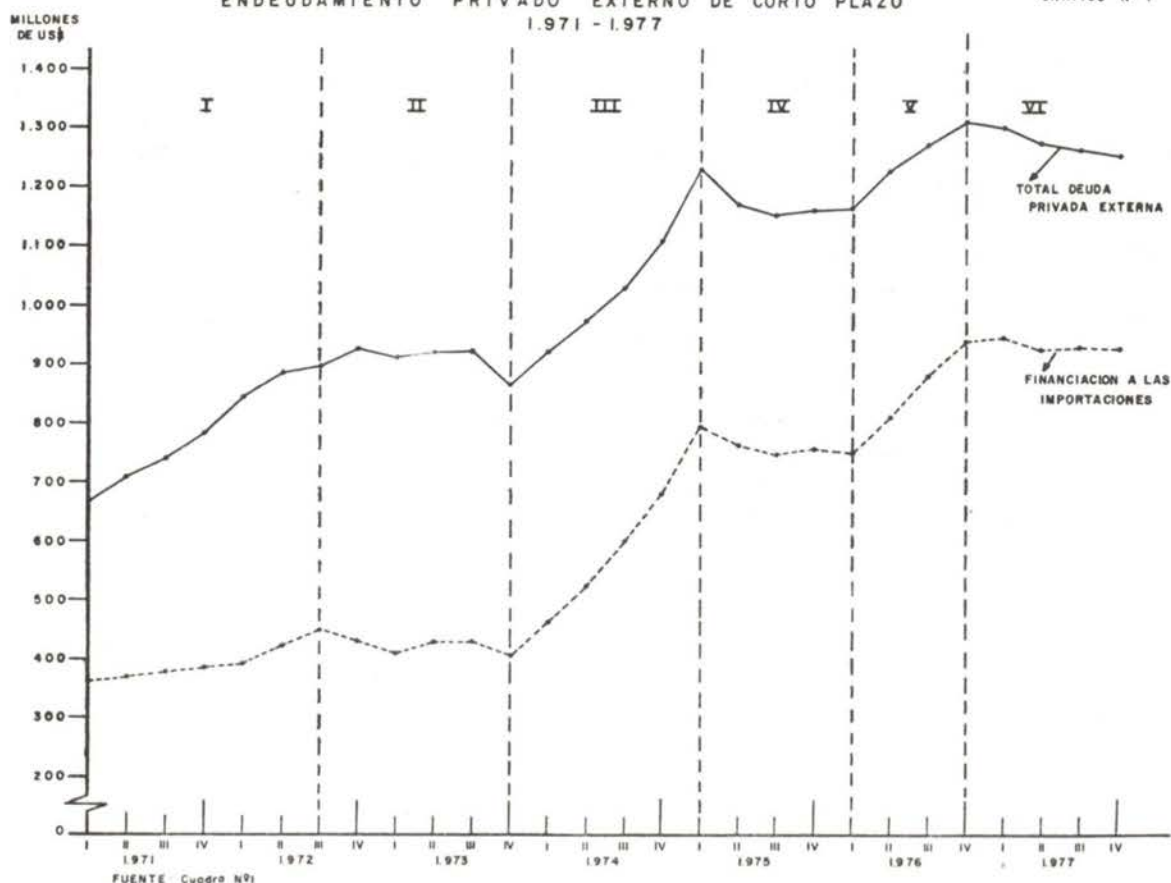
Endeudamiento privado externo de corto plazo. 1971-1977. Promedios trimestrales (Millones de US\$)

		Sistema financiero nacional						Préstamos registrados en la Oficina de Cambios				Crédito de proveedores (7)	Total endeudamiento (8)	Total financiación a las importaciones (9)
		Bancos comerciales y Caja Agraria		Corporaciones financieras		Total sistema financiero		Art. 128 D. L. 444/67 y asimilados (3)	Art. 131 D. L. 444/67 (4)	Líneas de crédito directas (Art.132)				
		Total	Financiación importaciones	Total	Financiación importaciones	Total (1)	Financiación importaciones (2)			Total (5)	Financiación importaciones (6)			
1971	I.....	246.5	173.0	26.2	18.0	272.7	191.0	239.2	148.3	15.1*	15.1*	8.0	683.3	362.4
	II.....	262.4	186.7	21.4	14.7	283.8	201.4	255.3	146.4	15.1*	15.1*	9.3	709.9	372.2
	III.....	285.6	201.1	22.1	12.9	307.7	214.0	270.4	142.7	15.1*	15.1*	7.7	743.6	379.5
	IV.....	314.2	210.7	31.1	18.4	345.3	229.1	283.2	138.2	15.1	15.1	6.1	787.9	388.5
1972	I.....	330.9	210.2	29.4	18.1	360.3	228.3	302.4	139.8	17.8	17.8	7.2	845.5	393.1
	II.....	360.3	218.3	34.0	20.2	394.3	238.5	307.4	138.6	38.8	38.8	7.2	886.3	423.1
	III.....	358.0	216.9	29.6	19.2	387.6	236.1	318.3	139.4	58.4	58.4	17.8	899.3	451.7
	IV.....	332.2	191.8	28.3	18.8	360.5	210.6	344.2	145.4	65.4	65.4	11.5	927.0	432.9
1973	I.....	335.1	194.3	25.3	16.0	360.4	210.3	343.8	141.2	57.4	54.3	11.5	914.3	417.3
	II.....	347.2	217.9	23.2	12.9	370.4	230.8	346.7	138.0	60.7	56.0	6.9	922.7	431.7
	III.....	336.3	215.1	29.0	19.5	365.3	234.6	333.7	132.9	81.0	57.7	5.5	923.4	430.7
	IV.....	288.5	190.6	30.4	22.1	318.9	212.7	326.9	128.0	89.7	54.3	5.8	869.3	400.8
1974	I.....	337.5	254.9	34.7	27.3	372.2	282.2	315.7	125.6	104.6	53.1	4.8	922.3	465.1
	II.....	395.9	327.4	36.8	30.9	432.7	358.3	307.6	112.7	119.0	50.5	4.1	976.1	525.6
	III.....	455.1	395.5	38.3	32.4	493.4	427.9	288.1	114.9	123.1	49.7	7.7	1.032.2	600.2
	IV.....	538.9	472.6	40.6	36.2	579.5	508.8	271.5	111.4	144.8	56.6	5.8	1.113.0	682.6
1975	I.....	667.2	583.4	41.9	36.3	709.1	619.7	260.5	112.9	140.7	56.5	7.6	1.230.8	796.7
	II.....	629.3	554.6	42.0	36.3	671.3	590.9	271.1	105.1	113.4	57.2	11.5	1.172.4	764.7
	III.....	591.9	520.4	48.9	43.8	640.8	564.2	297.9	110.7	99.7	65.7	9.0	1.158.1	749.6
	IV.....	584.1	520.0	50.2	47.5	634.3	567.5	317.9	111.8	86.1	70.1	10.4	1.160.5	759.8
1976	I.....	585.5	517.0	44.7	41.0	630.2	558.0	335.6	114.7	72.2	72.2	8.8	1.161.5	753.7
	II.....	605.0	535.3	43.2	38.6	648.2	573.9	347.3	150.9	78.1	78.1	10.4	1.234.9	813.3
	III.....	633.1	586.4	45.5	42.6	678.6	629.0	344.7	156.6	84.7	84.7	10.2	1.274.8	880.5
	IV.....	663.5	623.3	47.5	46.4	711.0	669.7	335.4	168.4	87.2	87.2	15.3	1.317.3	940.6
1977	I.....	621.9	584.1	47.6	46.3	669.5	630.4	323.2	197.8	101.9	101.9	14.8	1.307.2	944.9
	II.....	524.1	496.1	50.0	48.8	574.1	544.9	320.3	239.8	122.1	122.1	20.3	1.276.6	927.1
	III.....	497.3	473.0	50.0*	48.9	547.3*	521.9*	310.2	242.3	142.8	142.8	23.4	1.266.0	930.4
	IV.....	463.6**	441.0**	50.0*	48.9	513.6*	489.9*	305.5	249.2	173.9	173.9	11.9	1.254.1	924.9

(1) Comprende los siguientes rubros: total exigibilidades a la vista antes y después de 30 días en M/E (corresponsales extranjeros, casa matriz y sucursales extranjeras, aceptaciones, financiación por aceptaciones y/o avances y abonos diferidos en M/E). Fuente: balances de bancos y corporaciones. (2) Resulta de la diferencia entre el total de exigibilidades a la vista antes y después de 30 días en M/E y la financiación a las exportaciones (financiación de futuras exportaciones y créditos de exportación utilizados). Fuente: balances de bancos y corporaciones. (3) Préstamos directos registrados en la Oficina de Cambios cuyas divisas son vendidas al Banco de la República. Datos de la Oficina de Cambios. (4) Información suministrada por la División de Deuda Externa de la Oficina de Cambios. Incluye no solo los préstamos legalizados ante esta oficina, sino también los desembolsados cuya documentación completa no ha sido aún presentada. (5) Comprende líneas de crédito directas, ordinarias y "especiales" para importaciones y exportaciones (reglamentadas por las Resoluciones 37 y 61 de 1972 de la Junta Monetaria) y líneas para importaciones Plan Vallejo. (6) Resulta de la diferencia entre el total de líneas de crédito directas y las obtenidas por el sector exportador (Resolución 61/72 de la Junta Monetaria). (7) Los saldos se estiman dividiendo el valor de los intereses girados a proveedores por la tasa promedio de interés externa "Prime Rate" de Nueva York. Este cálculo subestima los saldos verdaderos ya que parte de los intereses son cargados directamente al valor de la mercancía importada o se giran dentro de otros renglones (gastos, comisiones, etc.). Fuentes: Movimiento Semanal de Cambio Aprobado (Oficina de Cambios del Banco de la República) y Federal Reserve Bulletin. (8) Compuesto por la suma del "total del sistema financiero", artículo 128, artículo 131, artículo 132 y crédito de proveedores. No incluye los préstamos directos obtenidos por los exportadores de café. Estos préstamos llegaban a los US\$ 8 y US\$ 10 millones durante los años 1975 y 1976, respectivamente; fueron suspendidos por la Resolución 44 de 1976 de la Junta Monetaria. (9) Incluye la totalidad de la deuda, menos la destinada a financiar capital de trabajo (artículo 128) y la contraída por el sector exportador. * Datos estimados. ** Datos hasta noviembre de 1977.

ENDEUDAMIENTO PRIVADO EXTERNO DE CORTO PLAZO 1.971 - 1.977

GRAFICO Nº 1



b) Los préstamos directos a particulares, registrados en la Oficina de Cambios según el artículo 128 del Decreto-Ley 444 de 1967, destinados a inversiones o gastos hechos en el país. Las divisas que ingresan por este concepto son vendidas directamente al Banco de la República.

c) Los préstamos registrados bajo el artículo 131 del Decreto-Ley 444 de 1967, destinados al "montaje de fábricas u otros proyectos de interés económico y social", que pueden ser utilizados para la adquisición de bienes y servicios en el exterior.

d) Créditos otorgados directamente por establecimientos financieros extranjeros para la financiación de importaciones y exportaciones.

e) Créditos hechos por proveedores del exterior a importadores radicados en Colombia.

En el cuadro Nº 1 y el gráfico Nº 1 se presenta la evolución de los rubros mencionados durante el período 1971-1977. Esta misma información aparece en forma resumida en el siguiente cuadro.

CUADRO 2

Evolución de la deuda externa privada: 1971-1977

(Promedios anuales) - (Millones de US\$)

Período	Bancos, corporaciones y Caja Agraria	Artículo 128	Artículo 131	Artículo 132	Crédito de proveedores	Total	Variación %
1971.....	302.4	262.0	143.9	15.1	7.8	731.2	—
1972.....	375.7	318.1	140.8	45.1	10.9	890.6	21.8
1973.....	353.8	339.0	135.0	72.2	7.4	907.4	1.9
1974.....	469.5	295.7	116.2	124.1	5.5	1.011.0	11.4
1975.....	663.9	286.9	110.1	110.0	9.6	1.180.5	16.8
1976.....	667.0	340.8	147.7	80.6	11.2	1.247.3	5.7
1977.....	576.1	314.8	232.3	135.2	17.6	1.276.0	2.3

Fuente: Cuadro 1.

Durante el transcurso de la presente década, el endeudamiento externo privado ha crecido, globalmente, a una tasa promedio ligeramente superior al 10% anual. Este crecimiento no parece excesivo, especialmente si se tiene en cuenta que durante el mismo período los precios de nuestras importaciones crecieron aproximadamente a la misma tasa (1), lo cual implica que el endeudamiento se ha mantenido constante en términos reales entre 1971 y 1977. Se puede observar también cómo, aunque la deuda presenta un crecimiento continuo durante la década, existen diferencias marcadas en sus variaciones porcentuales. Estas variaciones obedecen cada vez más al comportamiento del endeudamiento para importaciones, como consecuencia de su creciente participación dentro del total de la deuda externa (2). A continuación se analiza en forma más detallada la evolución del crédito a las importaciones.

Las cifras globales de endeudamiento corresponden a tres tipos básicos de créditos: a) créditos externos para financiar futuras exportaciones, b) créditos directos para capital de trabajo y c) financiaciones a las importaciones. El presente estudio se refiere básicamente al tercero de estos rubros, el cual comprende un alto porcentaje del endeudamiento a través del sistema financiero, los créditos de proveedores, las líneas de crédito directas (préstamos Art. 132) y los préstamos registrados bajo el Art. 131. La evolución de la financiación a las importaciones se presenta en el cuadro N° 3. Estas cifras se obtuvieron del cuadro N° 1, restando al endeudamiento originado a través del sistema financiero nacional, las financiaciones a las exportaciones y excluyendo los préstamos registrados bajo el Art. 128.

CUADRO 3

Financiación externa para importaciones - 1971-1977

(Promedios anuales) - (Millones de US\$)

Período	Financiación a través del sistema financiero nacional	Préstamos Art. 131	Préstamos Art. 132	Créditos de proveedores	Total
1971.....	208.9	143.9	15.1	7.8	375.7
1972.....	228.4	140.8	45.1	10.9	425.2
1973.....	222.1	135.0	55.6	7.4	420.1
1974.....	394.3	116.2	52.5	5.5	568.5
1975.....	585.6	110.1	62.4	9.6	767.7
1976.....	607.7	146.7	80.6	11.2	847.2
1977.....	546.8	232.3	135.2	17.6	931.9

Fuente: Cuadro 1.

Durante el período 1971-1977 la deuda para importaciones creció a un ritmo ligeramente inferior al 17% anual, habiendo aumentado dos y media veces

durante el transcurso de la década. Este crecimiento, sin embargo, no fue uniforme como se observa en el gráfico N° 2. Se pueden establecer tres períodos claramente definidos de aumento en la financiación a las importaciones. El primero comprende todo el año de 1971 y los tres primeros trimestres de 1972, el segundo y más notable de todos, va desde 1974 hasta el primer trimestre de 1975 y el tercero comprende el segundo trimestre de 1976 hasta el primer trimestre de 1977 (Períodos I, III y V de los gráficos N° 1 y N° 2). Los demás períodos (II, IV y VI) muestran relativa estabilidad en los saldos, con ligeras disminuciones. Como se verá en la Sección III, el comportamiento mencionado está asociado con los cambios en las políticas de control al financiamiento externo. Estos pueden explicar los tres períodos en que la deuda muestra estabilidad, pero no aquellos en que se observan incrementos apreciables. Es decir, el relativo relajamiento de los controles no basta para inducir un mayor endeudamiento. Deben existir razones económicas que estimulen a los usuarios a acudir a los mercados financieros internacionales. En la Sección IV exploraremos lo que consideramos debió ser el principal incentivo: el diferencial entre los costos domésticos y externos del crédito.

La composición de la deuda para importaciones según sus orígenes (sistema financiero, artículos 131 y 132 y crédito de proveedores) muestra cambios significativos en tres oportunidades diferentes durante la década. Estas variaciones coinciden con modificaciones en la legislación que regula el financiamiento a través del sistema financiero. Es así como al haberse encarecido el crédito en moneda extranjera otorgado a través de bancos y corporaciones, la participación de este dentro del total disminuye, al tiempo que aumenta la deuda contraída a través de fuentes sujetas a menor regulación. Igualmente al relajarse los controles impuestos al sistema financiero, la participación de este ha aumentado en detrimento de las otras fuentes. La sustitución

(1) De acuerdo con el índice de precios al por mayor de bienes importados descontando el efecto de la devaluación. Es claro que el deflactor apropiado debería incluir también los precios de las exportaciones y algún indicador del costo del capital de trabajo (Art. 128). Estos dos últimos índices han venido creciendo a tasas superiores al deflactor utilizado, de manera que la afirmación de que la deuda en términos reales no ha aumentado no es en forma alguna exagerada.

(2) La financiación externa destinada al sector importador pasó de un promedio cercano al 50% del total durante el período 1971-1973, al 65% en 1975-1976, para alcanzar finalmente una proporción cercana al 75% en 1977. Aunque la financiación a las exportaciones no forma parte del presente estudio, cabe mencionar que este cambio en la distribución, según sectores, obedeció a una política deliberada de sustituir crédito externo por crédito interno a través de los préstamos otorgados por PROEXPO en el caso de las exportaciones.

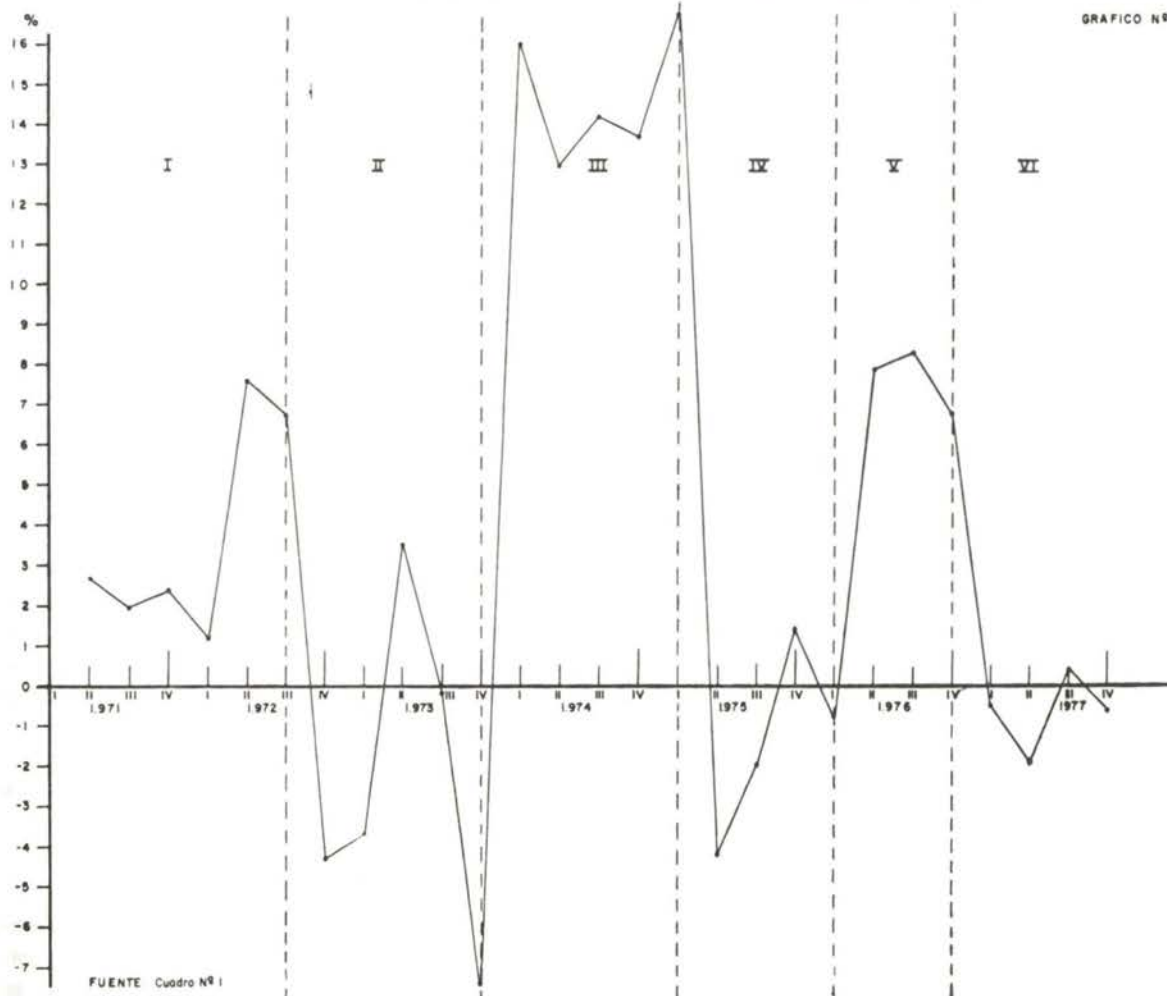
de modalidades de endeudamiento externo como respuesta a la legislación dirigida a controlarlo, ha sido clara con motivo de las Resoluciones 37 de 1972, 79 de 1973 y 66 de 1976 de la Junta Monetaria. La primera y la tercera buscaron desestimular el endeudamiento, mientras que la segunda facilitó el otorgamiento de créditos por parte del sistema financiero. El efecto de la primera fue reducir la participación de bancos y corporaciones de cerca del 60% a alrededor del 50%. La segunda resolución llevó a que esta participación aumentara a niveles superiores al 75%. Finalmente, la Resolución 66 de 1976 al haber impuesto los encajes más restrictivos, ha llevado a que a finales de 1977 la participación del sistema financiero dentro del total de la financiación a las importaciones, hubiera disminuido de nuevo a niveles cercanos al 50%. Las financiaciones a través de los artículos 131 y 132 del Decreto-Ley

444 de 1967, sujetos a controles menos estrictos, han absorbido al menos parte de los cambios anotados. Este hecho no implica necesariamente que las medidas restrictivas al endeudamiento se hubieran hecho inoperantes. Para poder deducir algo al respecto se requiere analizar cuidadosamente el volumen de importaciones y el ritmo de pagos por las mismas. Este análisis se presentará en la última parte de esta sección y en la Sección V. No obstante, el que tales sustituciones se hayan presentado, es un indicio de que las medidas de control han sido al menos parcialmente contrarrestadas (3).

(3) La tendencia hacia la sustitución era clara a finales de 1977: los registros de líneas de crédito directas a través del Art. 132 aumentaron de US\$ 413 millones en enero de 1977 a US\$ 804 millones en diciembre. Aunque, obviamente, estos préstamos no han sido aún utilizados, un incremento del 100% en las líneas registradas es indicio de mayores utilidades en el futuro.

VARIACIONES TRIMESTRALES DE LA DEUDA PARA IMPORTACIONES 1971-1977

GRAFICO Nº 2



A fin de determinar hasta qué punto los crecimientos en el saldo de la deuda estuvieron influidos por el volumen de importaciones, se estimaron coeficientes que proporcionarían un indicador del endeudamiento por dólar de importación. Para estimar estos coeficientes se eliminó del total de la deuda por importaciones la parte correspondiente a los préstamos registrados de acuerdo con el artículo 131, ya que estos son utilizados solamente para financiar importaciones no reembolsables. El cuadro No 4 presenta los saldos promedios de la deuda de importaciones (excluido artículo 131) los registros reembolsables de importación rezagados seis meses y la relación entre estas cifras. Para efectuar estos cálculos, los registros se rezagaron seis meses a fin de tener en cuenta la demora que existe entre la fecha de registro y la fecha de nacionalización de la importación. Esta demora durante 1976-1977 (único período para el cual fue posible obtener esta información) fue, en promedio de siete meses (véase cuadro No 5). Se supuso que la deuda se contrae un mes antes de la nacionalización de la mercancía. Por ende, el rezago entre deuda y registro que se utilizó fue de seis meses.

CUADRO 4

Deuda para importaciones y registros de importación

(Millones de US\$)

Período	Saldo promedio de la deuda (1) (A)	Registros reembolsables de importación (2) (B)	Deuda por dólar de importación (A)/(B)
1971.....	231.8	689.7	0.34
1972.....	284.4	689.6	0.41
1973.....	285.1	895.9	0.32
1974.....	452.3	1.252.2	0.36
1975.....	657.6	1.481.9	0.44
1976.....	699.5	1.342.5	0.52
1977.....	699.6	1.832.1	0.38

Fuente: Cuadro 1 y Revista del Banco de la República. (1) Excluye artículo 131. (2) Debido al rezago de seis meses que hemos introducido, estos registros se centran en el mes de junio de cada año.

La tercera columna del cuadro No 4, que ha sido denominada "Deuda por dólar de importación" debe interpretarse con cierta cautela. En primer lugar, el denominador se refiere a registros de importación, no a importaciones efectivamente realizadas. Los registros por lo general sobreestiman las importaciones efectivas, de manera que por este motivo tiende a haber una subestimación de los valores de la tercera columna. En segundo lugar, se presenta un problema de dimensiones. El numerador es una cifra saldo o stock. El denominador es un flujo. La relación entre estas dos cifras es un número con dimensión temporal, la cual afecta la interpre-

tación de la relación según el plazo durante el cual se financian las importaciones. Esto puede explicarse a través de un ejemplo: en 1976 el valor del coeficiente fue aproximadamente $\frac{1}{2}$. Esta cifra puede interpretarse como: a) la mitad de las importaciones fueron financiadas, en promedio, durante la totalidad del año; b) el 100% de las importaciones fueron financiadas, en promedio, durante medio año; c) un sinnúmero de combinaciones entre proporción financiada y plazo promedio de financiación. A fin de poder precisar la interpretación apropiada de las cifras del cuadro No 4, se requiere entonces información detallada de los plazos de financiación a las importaciones. Aunque estas cifras no están disponibles actualmente, en la Sección V del trabajo se presentarán algunos indicios sobre la tendencia en los plazos, que permitirán hacer inferencia sobre el significado preciso de las variaciones de la relación "Deuda por dólar de importación". Por el momento, nos limitamos a afirmar que un aumento en este rubro está indicando una mayor financiación a las importaciones (la cual puede deberse a más importaciones financiadas o a mayores plazos). Hechas estas salvedades, se puede decir que durante la presente década se presentaron cuatro fases distintas en la financiación por dólar de importación.

CUADRO 5

Demoras entre registros y nacionalizaciones de importaciones. 1976 y 1977

(Porcentajes) (1)

Demora en días	Sep. 1976	Dic. 1976	Ene. 1977	Mar. 1977	Jun. 1977	Sep. 1977	Pro. medio
0 - 30.....	0.4	0.4	0.2	0.3	0.3	0.5	0.4
31 - 90.....	9.8	10.1	7.6	7.7	11.3	10.4	9.5
91 - 180.....	40.2	43.2	37.8	37.2	36.8	41.9	39.5
181 - 365.....	30.6	35.8	45.9	42.7	42.6	35.5	38.9
Más de 365.....	19.1	10.5	8.5	9.0	9.0	11.7	11.3

Fuente: Banco de la República. (1) Los porcentajes se refieren a proporciones del número total de nacionalizaciones hechas en cada mes.

El gráfico No 3 presenta el comportamiento del coeficiente "Deuda por dólar de importación". Las fases que allí se señalan coinciden con las de los gráficos 1 y 2. Las secciones siguientes del estudio intentan explicar este comportamiento.

III — CONTROLES SOBRE LA FINANCIACION EXTERNA A LAS IMPORTACIONES

1. Antecedentes

Los problemas planteados recientemente por el endeudamiento externo, son relativamente nuevos para la economía colombiana. En forma resumida se puede afirmar que, hoy en día, las dificultades pre-

sentadas por este fenómeno son opuestas a las que planteaba hace apenas diez años. Antes, había escasez crónica de recursos externos. Hoy por diversos motivos, algunos fortuitos, hay exceso. Esto se ha debido a varias razones, entre las cuales merecen destacarse las siguientes:

a) La posición financiera del país se ha fortalecido apreciablemente, al haber aumentado el volumen de reservas internacionales. Esto es no solo consecuencia de la bonanza de carácter puramente coyuntural de los años 1976 y 1977, sino que ha sido un fenómeno que se ha consolidado continuamente desde finales de la década anterior. Como consecuencia, los mercados financieros internacionales, a los cuales el país no tenía acceso en el pasado, ofrecen hoy en día recursos cuantiosos a prestatarios colombianos.

b) Desde 1967, el sistema de devaluación continua que ha venido rigiendo, eliminó en gran parte el riesgo que implicaba acudir a los mercados externos de crédito. Este sistema permite predecir con cierto grado de confianza el riesgo cambiario, el cual anteriormente, con la posibilidad de devaluaciones bruscas y sustanciales, era mucho mayor. Para el usuario de crédito este ha sido un incentivo a acudir a los mercados externos.

c) Durante los años setenta se ha presentado un incremento sustancial en el nivel de las tasas de interés domésticas. Las tasas de interés externas, aunque también aumentaron (especialmente durante 1974) mantuvieron niveles que implicaban un diferencial favorable a la obtención de crédito externo. Este hecho, junto con la necesidad que ha tenido la Junta Monetaria de controlar la expansión de crédito doméstico, fue propicio para que los usuarios con acceso a los mercados crediticios externos acudieran a ellos para suplir sus necesidades de fondos.

d) Las restricciones impuestas al crédito interno durante 1976 y 1977, en su mayoría a través de encajes elevados, aumentaron para los intermediarios financieros nacionales el costo de obtener recursos de origen doméstico en comparación con los de origen externo, e hicieron más escaso el crédito interno. Tal hecho llevó a los bancos y corporaciones a utilizar fondos externos para otorgar financiaciones internamente (4).

Las condiciones anteriores fueron propicias para que se acudiera, con éxito, en forma creciente a los mercados financieros internacionales para satisfacer necesidades que antes se suplían con crédito doméstico. Hubo varias razones por las cuales las autoridades consideraron necesario limitar el acceso de

los nacionales a dichos mercados. Entre ellas merecen destacarse:

a) Un endeudamiento continuo y creciente podría traer dificultades de balanza de pagos en el futuro. Los problemas a que se ha visto enfrentada la economía mexicana durante los últimos años, son un indicio de lo que podría ocurrir a Colombia en caso de endeudarse excesivamente en el exterior.

b) Gran parte de las financiaciones a las cuales se estaba acudiendo, eran de corto plazo y bien podrían otorgarse internamente, como se ha venido haciendo con el sector exportador. La financiación externa representa un costo real para el país, por concepto de intereses, comisiones, etc., el cual podría ahorrarse si se utilizaran recursos internos en vez de externos.

c) El endeudamiento externo dificulta el manejo monetario. Hasta ahora, este ha sido el principal problema que ha planteado. Un incremento en la deuda, implica emisión por parte del Banco de la República o, lo que es equivalente, carencia de contracción cuando la financiación va destinada a las importaciones (5). Como se discutió atrás, una de las motivaciones que ha tenido el sector privado para acudir a fuentes externas de crédito, consiste en la limitación impuesta al crédito doméstico por motivos de control monetario. En la medida que esta pueda ser contrarrestada por financiamiento externo, se va a producir uno de dos fenómenos: o se debilita el control monetario, o bien el crédito tenderá a concentrarse en aquellos sectores que tengan acceso a recursos foráneos.

Los puntos señalados anteriormente dan una idea de las razones por las que se consideró necesario limitar el acceso a los mercados internacionales de crédito. Los mecanismos a través de los cuales se trató de lograr este objetivo fueron, en su mayoría, de carácter administrativo. Antes de entrar a explicar cuáles han sido estos mecanismos, es interesante preguntarse por qué se recurrió a ellos, y no al manejo de la tasa de interés interna o a variaciones en el ritmo de devaluación. Estas dos variables podrían, en principio, ser manipuladas por las autoridades monetarias para afectar el ritmo de endeuda-

(4) Debido a la unidad de caja con que operan las empresas, era posible a través de prórrogas de los créditos originalmente destinados a financiar importaciones, mantener recursos externos financiando capital de trabajo.

(5) Desde un punto de vista puramente formal este tipo de endeudamiento no conlleva necesariamente emisión física, ya que las divisas no entran directamente al país en el caso de deuda para importaciones, y cuando corresponden a prefinanciación de exportaciones o a préstamos Art. 128, el Banco de la República entrega certificados de cambio y no billetes. Solamente si dichos certificados son vendidos al Banco de la República hay emisión. Sin embargo, el efecto de la deuda es que la contracción no se produce.

miento externo. Una aceleración del ritmo de devaluación, por ejemplo, disminuye el diferencial entre los costos efectivos del crédito doméstico y el externo, haciendo menos atractivo este último. Un argumento similar puede plantearse respecto a disminuir las tasas de interés domésticas. El problema que se presentaría en caso de usar estos instrumentos para el fin indicado, consiste en que la dirección en que tendrían que ser variados puede entrar en conflicto con otros objetivos de política económica. Este es un caso típico del conocido principio enunciado por Tinbergen, según el cual son necesarios al menos n instrumentos independientes de política, si se está buscando lograr n objetivos independientes. En caso de haber menos de n instrumentos, el uso de uno de ellos para lograr varios objetivos simultáneamente puede generar conflicto entre los mismos. Por ejemplo, con el fin de desestimular el endeudamiento externo podría intentarse reducir el nivel interno de las tasas de interés. Sin embargo, si al mismo tiempo se requiere que estas sean altas para lograr una asignación eficiente de los recursos crediticios domésticos, es claro que el instrumento "tasa de interés" no puede usarse para alcanzar los dos fines simultáneamente. Hace falta, al menos, un instrumento adicional. Este podría ser el ritmo de devaluación, dirigido a encarecer el costo del crédito externo. Sin embargo, de nuevo, aquí se presentaría un conflicto, esta vez con la estabilidad monetaria. Un acelerado ritmo de devaluación traería como consecuencia continuos incrementos en la base monetaria a causa de la mejor posición que se generaría en la balanza comercial. El intento, entonces, de atacar el problema monetario originado en el endeudamiento privado externo a través de un mayor ritmo de devaluación, acarrearía otra serie de problemas de índole similar (6).

En resumen, los instrumentos tasa de interés y ritmo de devaluación ya estaban siendo dirigidos hacia objetivos diferentes. El haber intentado utilizarlos para controlar el endeudamiento seguramente habría planteado contradicciones entre las distintas metas buscadas. Fue necesario, entonces, recurrir a otros mecanismos, en su mayoría de carácter administrativo. En lo que resta de la presente sección, se hace una descripción de cuáles fueron esos mecanismos y cómo se esperaba que operaran.

2. Mecanismos de control al endeudamiento privado externo

Las medidas encaminadas a restringir el endeudamiento privado externo a través del sistema financiero nacional, han sido dirigidas tanto a la oferta

de fondos (instituciones financieras) como a la demanda por los mismos (usuarios de los créditos en moneda extranjera). Las primeras buscaron encarecer, para los bancos, el otorgamiento de crédito con este tipo de recursos, a fin de que sus costos fueran más equiparables con las financiaciones otorgadas con fondos domésticos. Estos se habían venido encareciendo como consecuencia de los crecientes encajes sobre exigibilidades en moneda nacional. No había ocurrido lo mismo con los recursos provenientes de financiaciones externas. El segundo tipo de medidas buscó básicamente acelerar el ritmo de pagos al exterior y disminuir los plazos durante los cuales se otorgan financiaciones en moneda extranjera, con lo cual se esperaba rebajar el saldo de la deuda o su ritmo de crecimiento. La forma como la legislación que se presenta a continuación afectó al endeudamiento, puede observarse en el gráfico N° 3.

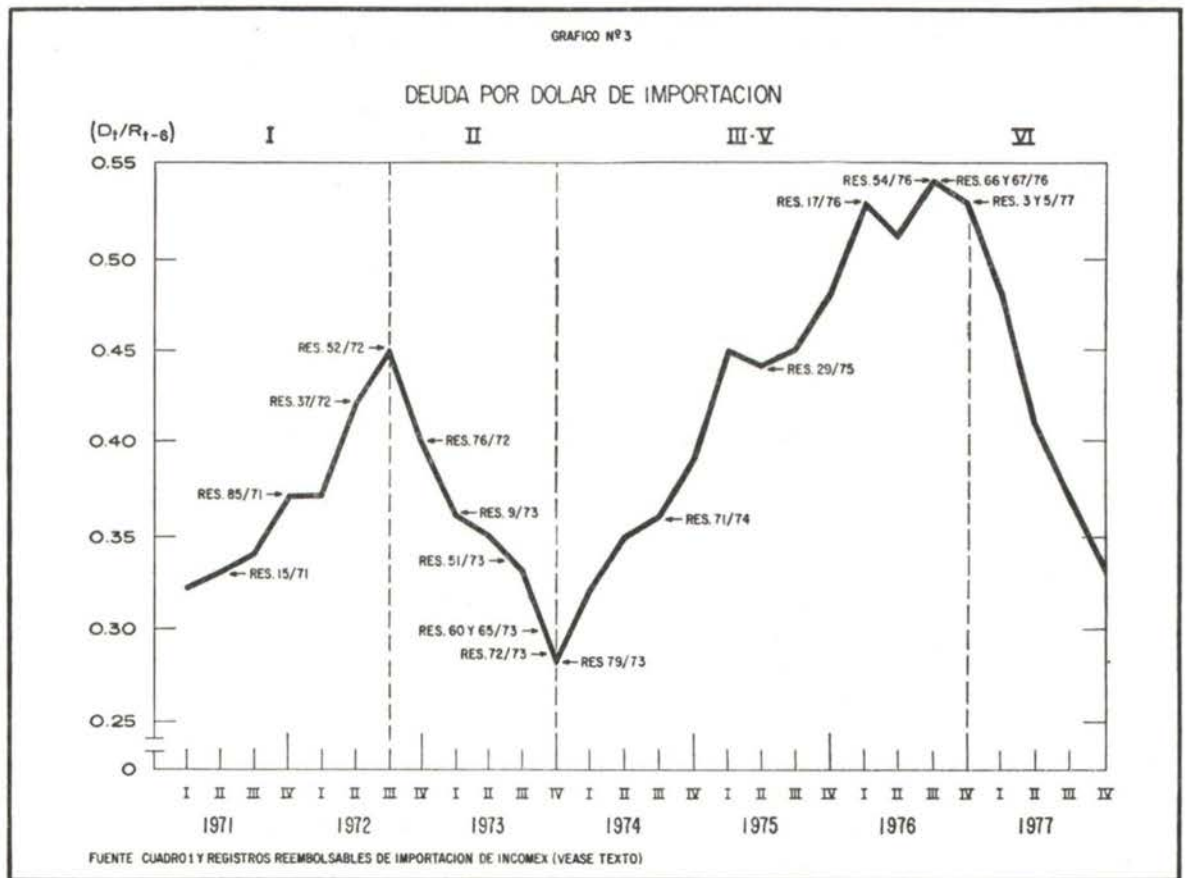
a) **Restricciones a la oferta de fondos (7).** Desde comienzos de la década de los setenta se impusieron limitaciones a la financiación en moneda extranjera. La Resolución 53 de 1970 estableció un tope de 6% semestral al crecimiento de estas operaciones. En 1971, a través de la Resolución 15 se impusieron los primeros encajes, 5%, sobre exigibilidades externas de los bancos, los cuales fueron elevados a finales de ese mismo año a 18% (Resolución 85), y de nuevo en mayo de 1972 (Resolución 37) a 25%. Durante 1972 se limitaron los plazos de los créditos de importación a seis meses para bienes de utilización inmediata y a un año (prorrogable) para bienes de capital (Resolución 76). En 1973 se dieron los primeros pasos encaminados a sustituir financiaciones externas de importaciones colombianas por recursos internos, creándose cupos en el Banco de la República destinados para tal fin (Resoluciones 9, 51 y 75 de 1973 y 10 de 1974). En 1974 se establecieron encajes diferenciales sobre deudores varios en moneda extranjera, penalizando con tasas más elevadas a aquellas instituciones que mostraran aumentos significativos en estos rubros (Resolución 79/73). Esta medida fue reforzada posteriormente (Resolución 62/74) para evitar que a través de operaciones contables se evadiera el encaje, y luego la base de cómputo del mismo fue trasladada a noviembre de 1974 (Resolución 71/74). Debe anotarse, sin em-

(6) Se presentarían también problemas de tipo fiscal causados por los mayores costos en pesos, que tendría el servicio de la deuda pública y las importaciones oficiales. La posibilidad de que esto ocasione a su vez desajustes monetarios, es grande.

(7) Se hace referencia aquí únicamente a las medidas que afectan la financiación a las importaciones, punto central del presente estudio. Cabe anotar que las restricciones al crédito externo fueron más severas para los préstamos dirigidos al sector exportador.

bargo, que los márgenes de crecimiento permitidos por la Resolución 79/73 eran lo suficientemente amplios, para que el sistema bancario como un todo pudiera expandir su cartera en moneda extranjera a ritmos muy superiores a los históricos, sin incurrir en mayores encajes. La medida buscó penalizar, sí, a aquellos bancos cuyos préstamos con recursos externos crecieran en forma desorbitada (8), pero globalmente el sistema bancario tuvo amplitud para expandirse por este concepto y así lo hizo, como muestran las cifras de endeudamiento durante 1974. Este año, fue entonces de laxitud en cuanto al control sobre el endeudamiento, y el comportamiento del sistema financiero así lo reflejó. Es interesante, además, notar cómo en dicho año, al tener los bancos cierta libertad de acción en cuanto a su parti-

cipación en el endeudamiento externo, otros rubros de financiación a las importaciones (artículos 131 y 132) mostraron descensos en los saldos (véase cuadro Nº 3). Como se discutió en la Sección II, este mismo fenómeno, pero a la inversa, se presentó durante 1977 al haberse restringido drásticamente el endeudamiento a través del sistema financiero nacional. El régimen de encajes que se ha venido comentando fue liberado gradualmente desde finales de 1974, y primera parte de 1975, para desaparecer finalmente (Resolución 71/74). De igual manera, en la misma fecha se amplió el plazo que los intermediarios podían conceder en los créditos otorgados en moneda extranjera, para importaciones de bienes de capital. Los plazos permitidos para importación de bienes de utilización inmediata no se modificaron.



Hacia finales de 1975, cuando ya se preveía el in-flujo de divisas que ocasionaría la elevación en las cotizaciones internacionales del café, se adoptaron nuevamente medidas tendientes a desestimar el endeudamiento. La mayoría de ellas, sin embargo estuvieron dirigidas a la demanda de recursos externos. Se comentarán en el literal siguiente. Medidas que afectaran directamente la oferta de fondos solo comenzaron a adoptarse a comienzos de 1976 (9).

La Resolución 54 de ese año amplió la posición propia en moneda extranjera de los bancos al 4% con el propósito de incentivar el otorgamiento de créditos en moneda extranjera pero con recursos propios

(8) Se requería que el rubro creciera a un ritmo superior al 100% para que el encaje sobre activos fuera, porcentualmente, superior al que antes de 1974 se computaba sobre pasivos.

(9) Las más importantes en esta época buscaron eliminar el endeudamiento originado en las prefinanciaciones de exportaciones, tema que no se discute en este trabajo.

en divisas. Esta medida buscaba que una mayor parte del crédito otorgado en moneda extranjera no constituyera deuda externa, sino que fuera otorgado con divisas de las reservas internacionales (10). Se impusieron sanciones para aquellos establecimientos que otorgaran créditos en moneda extranjera con plazos superiores a los permitidos por la Resolución 71 de 1974 (comentada arriba).

En octubre de 1976 fueron reestablecidos los encajes sobre exigibilidades en moneda extranjera (Res. 66 y 67). Estos tomaron dos modalidades: a) un 6% sobre los saldos en octubre y b) un 100% sobre los aumentos en dichos saldos. Con esta última medida se congelaban de hecho las financiaciones en moneda extranjera al nivel que presentaban en la fecha. (Se exceptuaron del marginal las instituciones cuyas exigibilidades en moneda extranjera fueran inferiores a US\$ 10 millones, pero sujetándolas a ese límite). En febrero de 1977 el encaje del 6% fue elevado al 18% para los saldos superiores a US\$ 2.5 millones (Res. 3 y 5/77). Estos últimos continúan con el 6%. El resultado de estas medidas fue, en efecto, el reducir no solo el ritmo de endeudamiento sino los saldos del mismo. Este resultado no puede, sin embargo, atribuirse exclusivamente a las medidas sobre encaje. Durante 1976 y 1977 fueron adoptadas también otras medidas que, al haber afectado la demanda de recursos externos, contribuyeron al resultado en mención. Estas se discuten en el literal siguiente.

b) **Restricciones a la demanda de fondos.** Las restricciones impuestas a la demanda de crédito en moneda extranjera para las importaciones, han estado fundamentalmente dirigidas a acelerar los pagos por las mismas, con lo cual, para un ritmo de importaciones dado y un diferencial entre tasas internas y externas de interés constante, se reduciría el monto de la deuda. Desde comienzos de la presente década se tomaron medidas encaminadas a acelerar los giros. Así por ejemplo, a través de la Resolución 56 de 1970, se eximía del depósito provisional de la Resolución 53/64, a las importaciones que se pagaran dentro de un término no mayor de veinte días de la fecha de embarque. Asimismo, la Resolución 52/72 descongeló depósitos previos de importación siempre que el valor liberado fuera utilizado para pagar en forma inmediata al exterior. Igual propósito tuvieron las Resoluciones 70 y 75 de ese mismo año.

En 1973 se adoptó un nuevo mecanismo encaminado a acelerar los giros. El sistema, contenido en varias resoluciones de ese año (11), ha sido el utilizado (con algunas variantes) desde entonces para inducir pagos rápidos. Dichas resoluciones estable-

cieron que cualquier proporción de los depósitos provisionales (Resolución 53/64) podía ser utilizada, en cualquier momento, para girar al exterior. La Resolución 60 estableció una consignación anticipada mínima por valor del 35% del registro de importación, la cual podía utilizarse para realizar giros al exterior en forma inmediata, quedando estos exonerados de los depósitos del 100% establecidos por la Resolución 43/73 (12). De este sistema quedaron excluidas las importaciones provenientes de países del Grupo Andino, y del depósito del 100% aquellas que se hicieran a través del sistema de giros anticipados o dentro de los treinta días siguientes a la nacionalización (Res. 65/73). A los títulos de consignación del 35% se les dio validez de seis meses al cabo de los cuales, si el importador no había hecho uso de ellos, serían liquidados a la tasa de cambio vigente el día de la consignación. Se penalizaba con el riesgo cambiario a aquellos importadores que no hicieran sus pagos en forma oportuna (Res. 72/73). A comienzos de 1974, se elevó de 35% a 40% esta consignación (Res. 5), y en marzo de ese mismo año se impusieron plazos máximos para girar: seis meses para bienes de utilización inmediata y un año para bienes de capital (13) (Res. 14). Se exigieron garantías con cláusula penal para el cumplimiento de estos plazos. En mayo se ampliaron a nueve meses y tres años, respectivamente, según el tipo de bien. Este relativo relajamiento de los controles a la demanda por crédito externo se aplicó asimismo a la oferta y se debió a que, ante la caída de las reservas internacionales durante el año, las autoridades consideraron oportuno permitir un mayor ritmo de endeudamiento. El resultado durante 1974 fue un incremento en la deuda, generado a través del sistema financiero, cercano al 80%. En octubre, sin embargo, fueron de nuevo rebajados a seis meses los plazos para giros correspondientes a bienes de utilización inmediata (Res. 71/74) y durante el año 1975 se redujeron paulatinamente las consignaciones previas, para finalmente ser eliminadas a comienzos de 1976 (14). Esta tendencia se invirtió hacia mediados del segundo semestre de 1976 cuando el creciente influjo de divisas cafeteras ya presentaban serios problemas monetarios. La reanudación de controles a la demanda coincidió con el mismo fenómeno por el lado de la oferta, y explica en gran parte la disminu-

(10) Véase Montes N., Fernando, "El control y la financiación de las importaciones", en *Financiamiento Externo 1977*, Banco de la República - Asociación Bancaria, Págs. 298-301.

(11) Resoluciones 21, 24, 30, 43 y 46 de 1973.

(12) Esta última resolución había elevado los depósitos provisionales de la Resolución 53/64 del 95% al 100%.

(13) Prorrogables hasta tres años, previo el visto bueno de IN-COMEX.

(14) Resoluciones 29, 30, 51 y 63 de 1975 y 6 de 1976.

ción en el ritmo de crecimiento de la deuda desde fines de 1976. Las medidas adoptadas durante esta época reestablecieron la constitución de depósitos aplicables a giros. En caso de que las importaciones no se pagasen dentro de los plazos previstos, los depósitos mencionados no podrían ser utilizados para girar al exterior, y serían congelados por dos años a la tasa vigente el día de su constitución. Se exceptuaron de ese régimen varios tipos de importaciones, dentro de las cuales merecen destacarse los alimentos de consumo directo y los bienes de capital. Estos depósitos fueron inicialmente de 10% (Res. 53/76), pero fueron elevados a 30% en enero de 1977, a 35% en junio de ese mismo año, y a 40% en julio (15).

El análisis presentado en la Sección II y las observaciones hechas sobre los controles impuestos al endeudamiento, parecen indicar, en principio, que las medidas han sido bastante efectivas. Esta conclusión se desprende fundamentalmente del comportamiento observado durante los años 1974-1975 y 1977. En 1974-1975 los controles fueron relajados, tanto para la oferta como para la demanda. El crecimiento de la deuda durante este período fue el mayor de la década. Asimismo, el restablecimiento de controles rígidos durante la última parte de 1976 y todo el año 1977, coincide con una disminución en la deuda global, que correspondió a una baja aún más significativa en la deuda generada a través de instituciones financieras nacionales, sobre la cual pesaron más las medidas, compensada parcialmente por otro tipo de operaciones (artículos 131, 132 y créditos de proveedores) sobre las cuales los controles han sido menos estrictos.

La evolución del coeficiente "deuda por dólar de importación" se presenta en el gráfico N° 3. En este se han señalado las principales resoluciones de la Junta Monetaria que regularon el endeudamiento externo durante la década. En él se aprecian claramente las cuatro fases a que se hizo referencia arriba, y la forma en que estas estuvieron asociadas con las medidas adoptadas (16).

Ahora bien, hemos considerado que la evidencia presentada hasta ahora no es concluyente, ya que la misma no sería incompatible con el hecho de que se estuvieran realizando operaciones de financiación externa, no registradas en las cifras presentadas en la Sección II. Entre las razones que hacen plausible esta suposición están las siguientes:

a) El volumen de importaciones creció sustancialmente durante el año 1977. Cabe preguntarse si efectivamente ese mayor ritmo de importaciones se ha podido mantener con una financiación decreciente. Esta posibilidad se trata en la Sección V.

b) El diferencial entre los costos internos y externos del crédito se ha mantenido, e inclusive ha aumentado, desde hace varios años. En la medida que este diferencial sea un determinante importante del endeudamiento, este último debió tener fuertes incentivos. Este tema se explora detalladamente en la Sección IV.

c) Se han observado sustituciones entre las distintas fuentes de financiación —sistema financiero nacional, líneas de crédito directo, créditos de proveedores— que muestra aumento en la participación de aquellas sujetas a controles menos estrictos. Si existieran modalidades de crédito externo no controladas ni registradas, estas habrían absorbido al menos parte de la mayor demanda por crédito que de acuerdo con los puntos (a) y (b) anteriores pudo haberse generado.

En la Sección V se explora desde otro ángulo el comportamiento de la deuda, con el propósito de establecer en qué medida se ha recurrido a fuentes no registradas de financiación. Se buscará analizar a través de un cuerpo de evidencia empírica independiente la confirmación, o el rechazo, de la hipótesis de que, en efecto, se ha recurrido a fuentes externas, no detectadas en el análisis hecho en la Sección II, para financiar las importaciones.

IV — DETERMINANTES DEL ENDEUDAMIENTO EXTERNO PRIVADO

En el análisis de los determinantes del endeudamiento externo privado, bajo una situación en la cual los flujos internacionales de capital no estuvieran sujetos a regulaciones administrativas, cabría esperar que el diferencial entre el costo interno y externo del dinero jugara un papel decisivo en la explicación del sentido de dichos flujos y en los cambios en el nivel de la deuda comercial externa. Comenzaremos por estudiar la forma de establecer y cuantificar el diferencial entre el costo interno y externo del dinero que enfrentaría un importador nacional.

Lo primero que debe seleccionarse es un indicador del costo del crédito en Colombia que refleje, así sea aproximadamente, la tasa de interés de equilibrio de corto plazo. La razón para escoger una tasa de interés de mercado, es la de que esta reflejaría el costo de oportunidad del dinero para un prestamista o ahorrador nacional y sería la tasa a la que este estaría dispuesto, dentro de condiciones

(15) Resoluciones 85/76, 43 y 46 de 1977.

(16) La asociación que establece el gráfico N° 3 entre la relación "deuda por dólar de importación" y las diferentes resoluciones de la J. M. debe tomarse con cierta cautela, ya que la existencia de posibles rezagos entre el momento en que se toma una medida y el momento en que surtan sus efectos no ha sido estudiada a fondo.

de igual riesgo, a otorgar financiación a un importador. Nótese que en una situación de racionamiento del crédito como la que ha existido en Colombia, con tasas de interés subsidiadas, la primera fuente de financiación que buscará el importador es la bancaria. Aún así, la comparación relevante no es entre la tasa bancaria nominal (17) y la tasa de interés externa, ya que presumiblemente a la primera tasa solo logrará obtener crédito una parte de los importadores (exceso de demanda por crédito), y ciertamente no el importador marginal; además, para aquellos que logren acceso al crédito bancario, siempre existe la posibilidad de desviar recursos hacia el "mercado libre" del dinero. De ahí que el diferencial entre la tasa que predomine en ese mercado y la tasa bancaria deberá computarse dentro del costo de oportunidad del importador.

El indicador de la tasa de interés de mercado al que se acude tradicionalmente, es el rendimiento de los Certificados de Abono Tributario (CAT). Su rentabilidad se determina por el descuento, según plazos, conforme se negocia en las bolsas de valores. Sin embargo, el rendimiento del CAT es un indicador muy deficiente, ya que las variaciones que se observan en su tasa de interés implícita no son ajenas a lo que sucede en el mercado mismo del CAT. Por este motivo no utilizaremos el rendimiento de este papel como indicador de la tasa de interés de corto plazo. Creemos, sin embargo, que esta decisión merece una explicación más detallada.

Como lo señalan Isaza, Prieto y Gómez (18), un incremento en las exportaciones menores, o una mayor tasa de devaluación, aumentará la oferta del CAT en el mercado; si no hay un correspondiente aumento en la demanda por este tipo de papeles se producirán alzas en su rendimiento. Estas influencias podrían verse contrarrestadas por la reducción en el plazo de vencimiento que ha tenido el CAT. Igualmente el rendimiento de este se verá afectado por las variaciones que se presenten por el lado de la demanda (por ejemplo, aumentos estacionales en la demanda en vísperas de fechas de vencimiento para el pago del impuesto de renta). Esta variación de la tasa de interés, por factores intrínsecos al mercado del CAT, hacen que para periodos cortos sea un indicador muy deficiente de la tasa de interés de equilibrio.

Con el aumento de las exportaciones menores la proporción de impuestos pagados con el CAT, como porcentaje del recaudo corriente total del gobierno, continuó en aumento hasta alcanzar el 7% en 1973 y 8% en 1974 (19). El creciente costo fiscal y el carácter regresivo de esta exención, fueron algunos

de los factores en pro de la reforma tributaria de 1974. Con la expedición de los decretos de la Emergencia Económica, los CAT obtenidos por los exportadores con posterioridad al 1º de octubre de 1974, dejaron de constituir renta exenta. "Sin embargo las sociedades anónimas gozan de un descuento tributario igual al 40% del valor de sus certificados; el descuento es de 20% para las sociedades de responsabilidad limitada y personas naturales. Resulta de esto que el impuesto causado por los CAT queda eliminado en el caso de las sociedades anónimas y disminuido en veinte puntos para las personas naturales" (20). Dichos cambios en el tratamiento fiscal del CAT y la drástica reducción de su oferta (21), explican el aumento tan considerable que se observa en los precios medios a los cuales se transaría el CAT de ahí en adelante, y por ende la notable reducción en su rentabilidad. Estas reducciones en la rentabilidad del CAT a partir de 1975 están acompañadas por una baja notoria de los plazos medios. Esto es, los tenedores parecen haber conservado por un mayor tiempo los CAT llevándolos a la bolsa solamente cuando está próxima su maduración. Esta variación en el comportamiento de los tenedores de tales títulos, bien puede ser inducida por el nuevo tratamiento fiscal establecido con motivo de la reforma tributaria.

En resumen, los dos principales argumentos en contra de la utilización del rendimiento del CAT como indicador de la tasa de interés de equilibrio son los siguientes: a) su sensibilidad a las variaciones en su oferta, que reflejan cambios en las condiciones de mercado peculiares del sector exportador, ajenas a la tasa de interés; b) las con-

(17) El nivel de las tasas bancarias generalmente subestima en forma considerable el interés efectivo que se le cobra al cliente, por cuanto una vez se toman en cuenta toda la gama de comisiones bancarias, contraprestaciones en cuenta corriente, cobro de intereses anticipados y todo el paquete de negocios que le otorga el cliente al banco, la diferencia entre las tasas de interés institucionales y las del "mercado libre" del dinero no resulta tan grande como usualmente se cree.

(18) Rafael Isaza, Rafael Prieto y Armando Gómez, "Algunos aspectos de las tasas de interés en Colombia", *Revista del Banco de la República*, agosto de 1972.

(19) Gillis, Malcon, y Charles E. McLure Jr., *La Reforma Tributaria Colombiana de 1974*, Banco Popular, 1977, Pág. 22.

(20) *Ibid.*, Pág. 49.

(21) El Decreto-Legislativo 2004 de 1974 redujo la tasa del CAT a un nivel del 7% para todos los productos agrícolas que antes recibían el 15%. Peor aún, el exportador recibiría tan solo 5%, ya que dos puntos debían destinarse al Fondo de Asistencia Técnica a los Pequeños Agricultores y Ganaderos. Igualmente este decreto redujo la tasa del CAT de 15% a 5% para todas las exportaciones no tradicionales, al igual que redujo al uno por mil la tasa del CAT para aquellos que con anterioridad recibían el 1%. Las reducciones que experimentaron los valores transados de los CAT dentro del volumen general de negociaciones en la Bolsa de Bogotá a partir del segundo semestre de 1975, ilustran las drásticas reducciones en la oferta del papel.

tinuas modificaciones en las características del papel y los cambios en su tratamiento tributario decretado por el gobierno.

En seguida se discuten los diversos conceptos utilizados para establecer la importancia de los diferenciales entre tasas internas y externas de interés, sobre el endeudamiento privado externo.

a) **Costo del crédito interno.** Ante la imposibilidad de obtener una serie confiable que indicara cuál sería la tasa de interés de mercado, se optó por establecer niveles mínimos, por debajo de los cuales es muy improbable que se hubiera encontrado esa tasa. El primer indicador utilizado para este efecto fue el ritmo de inflación, bajo el supuesto de que la tasa de mercado real no era negativa. Para calcular las tasas anuales de inflación, se utilizó el índice nacional de precios al consumidor de empleados. Otro indicador adoptado fue el nivel de algunas tasas de interés pasivas de los bancos, a las cuales se adicionó un margen estimado de intermediación. Para este último caso el costo mínimo interno del dinero que enfrentaban los importadores (K_i) sería igual a la tasa de interés pasiva (i_c) más el margen de intermediación (m) que se le cobra al importador. Es decir, $K_i = i_c + m$

b) **Costo del crédito externo.** En cuanto al costo externo del dinero (K_e) en presencia de un tipo de cambio flexible, el prestamista nacional deberá tomar en cuenta el riesgo cambiario que asume. Este resulta de las modificaciones en la tasa de cambio (ΔTC_{t1-t0}) desde el momento en que se adquiere la financiación en moneda extranjera (T_0) hasta el momento en que se cancela (T_1). En un análisis más exhaustivo tendríamos que entrar a estudiar cómo se forman las expectativas acerca del comportamiento futuro de la tasa de cambio, pero para los propósitos de este trabajo será suficiente suponer que el importador asume que el ritmo de variación de la tasa de cambio, durante el período de vigencia del préstamo, será igual a la variación en año completo del certificado de cambio (ΔTC_{10-12}). En cuanto a la tasa de interés externa (i_e) supondremos que el indicador relevante es la **prime rate** del mercado bancario de Nueva York, más una comisión (C_1) que cobra el corresponsal extranjero, más la comisión que cobre el banco nacional (C_2), la cual incluye, además del margen de utilidad del intermediario financiero, el costo por concepto de encajes que debe constituir al realizar una operación en moneda extranjera (22).

En conclusión, la diferencia en el costo del crédito interno versus el externo (d) vendrá dada por:

$$d = (K_i - K_e) \\ = (i_c + m) - (i_e + C_1 + C_2 + \Delta TC_{10-12})$$

De todos los términos que entran en la definición del diferencial d , solamente C_2 y ΔTC son susceptibles de ser modificados en forma directa por las autoridades monetarias. Eventualmente (i_c) puede ser modificado en alguna medida, a través de variaciones en la oferta de crédito. Claramente i_e , C_1 y m se determinan exógenamente. Entraremos a estimar el comportamiento de d desde 1970. Este valor debe interpretarse como la diferencia estimada entre los dos costos.

En el cuadro 6 se presentan los componentes de los costos internos y externos del crédito. En la primera columna aparecen las tasas de interés de los certificados de depósito a término. En vista de que esta es una tasa pasiva, se le agregó un margen estimado de intermediación (23). La tasa de inflación se incluyó como punto de referencia, que establece un piso por debajo del cual no es probable que hubieran estado las tasas de interés activas.

Se tomó como indicador de la tasa de interés externa a la **prime rate** de Nueva York (promedio anual). A esta se le agregó, en primer lugar, la comisión del corresponsal extranjero y la comisión que cobra el banco nacional. Esta última resulta de la suma de un margen de utilidad estimado en dos puntos y el costo de oportunidad que representa para el intermediario el congelar recursos en forma de encaje (24).

Por último, se agrega la tasa de devaluación promedio, ya que el importador asume el riesgo cambiario. La suma total de estos componentes (columna 9) da una idea aproximada del costo en pesos de las financiaciones en moneda extranjera, hechas a través del sistema financiero nacional a los importadores. Las elevadas cifras que resultan para algunos de los años calculados, reflejan las altas tasas de devaluación que predominaron en el período 1974-1976. En 1974 el aumento en la **prime rate**

(22) No se consideró el costo de oportunidad de los distintos tipos de depósitos de importación y de giro.

(23) Este estimativo corresponde a cifras provisionales de un estudio en proceso, elaborado por los doctores Daniel Schlesinger y Jaime Niño, del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República. El estimativo resulta de la diferencia promedio entre las tasas de interés activas y pasivas del sistema bancario.

(24) Para obtener un estimativo aproximado del costo de estos encajes se multiplicó el costo interno del crédito (Col. 3) por la tasa promedio de encaje en moneda extranjera vigente en cada año. Para una metodología más refinada de efectuar este cálculo véase: Montes, op. cit., págs. 301-307.

a niveles atípicos contribuyó también a encarecer los recursos de origen externo.

En la última columna se presenta el diferencial entre el costo interno y externo del crédito. Estas cifras, aunque deben mirarse con cautela, indican que, con excepción de 1972 y 1973, existían incentivos para buscar financiación externa. Este hecho

fue especialmente notorio durante los años 1974 y 1976. El diferencial del año 1977 resulta engañoso debido a que no incorpora el encaje marginal en moneda extranjera establecido a comienzos del año. Si este se tomara en cuenta, el costo de las financiaciones en moneda extranjera por encima de los topes establecidos resultaría prohibitivo.

CUADRO 6
Diferencial entre costos internos y externos del crédito

Años	Tasa de interés (pasiva) interna (ic) (1)	Margen de intermedación (m) (2)	Costo interno del crédito (1)+(2)=(3)	Tasa de inflación (4)	Prime rate de Nueva York (ie) (5)	Comisión del corresponsal extranjero (c1) (6)	Comisión del banco nacional (c2) (7)	Variación en la tasa de cambio (Δ TC) (8)	Costo externo del crédito (5+6+7+8) =(9)	Diferencial (d) (3)-(9) =(10)
1971.....	13.6	6.8	20.4	10.9	5.7	1.0	3.0	8.1	17.8	2.6
1972.....	13.6	7.8	21.4	13.2	5.3	1.0	6.8	9.7	22.8	-1.4
1973.....	13.6	7.9	21.5	19.7	8.1	1.0	7.4	8.3	24.8	-3.3
1974.....	26.2	7.4	33.6	23.3	10.8	1.5	2.0	10.4	24.7	8.9
1975.....	25.6	5.8	31.4	22.1	7.9	1.5	2.0	18.4	29.8	1.6
1976.....	25.6	7.9	33.5	20.5	6.8	1.5	2.0	12.1	22.4	11.1
1977.....	25.6	7.9(e)	33.5	31.3	6.8	1.5	8.0*	5.0	21.3	12.2*

(1) Tasa de interés efectiva de certificados de depósito a término. (2) Diferencia promedio entre tasas de interés activas y pasivas del sistema bancario. Véase nota 23. (4) Calculada según el índice nacional de precios al consumidor, empleados. Fuente: Revista del Banco de la República. (5) Promedio anual; Fuente: Federal Reserve Bulletin. (7) Se asumió 2% de comisión para el Banco incrementada en el producto del costo interno del crédito por la tasa promedio de encaje en moneda extranjera. (8) Promedios anuales. Fuente: Superintendencia Bancaria. (e) Estimado. * No incluye el costo que implicaría el encaje marginal del 100%. Si este se tomara en cuenta, el diferencial habría sido -21.3.

El comportamiento del diferencial implicaría un patrón de endeudamiento acorde con el señalado por la relación de "deuda por dólar de importación" y con la serie histórica de la deuda. Es así como los años 1971, 1974 y 1976 que presentan los diferenciales positivos mayores, también registraron elevados coeficientes de deuda por dólar de importación y aumentos en los saldos de endeudamiento. Por el contrario los años 1972 y 1973, con diferenciales negativos, muestran disminuciones en la deuda. El comportamiento del año 1977, a pesar del diferencial elevado, se puede atribuir a la efectividad del encaje marginal del 100%. Sobre exigibilidades en moneda extranjera.

Como se mencionó antes, C_2 está sujeto a variaciones inducidas por la autoridad monetaria al afectar, a través de encajes, el costo para el banco nacional de conceder un crédito en moneda extranjera. En los cálculos hemos asumido que dicho costo se traslada en su totalidad al usuario del crédito (25). Es a través de esta variable (c_2) que la autoridad monetaria puede afectar en forma directa los costos de endeudamiento. Muy claramente durante 1972 y 1973 las señales de precios transmitidas a través de los encajes, iban en la dirección de desestimular el endeudamiento externo. El mismo fenómeno, aunque en sentido inverso, ocurrió en el período 1974-1976 cuando se suavizaron las

restricciones a dichas financiaciones. La principal limitación de utilizar el encaje como instrumento discrecional para afectar los flujos de endeudamiento, radica en que induce sustituciones de las fuentes sujetas a este control (bancos nacionales y corporaciones) hacia las no sujetas (artículos 131, 132 y proveedores). Este fenómeno fue especialmente evidente durante 1977.

La política de aceleración del ritmo de devaluación seguida durante el período 1974-1976, principalmente con miras a promover las exportaciones sin el incentivo del CAT, tuvo el efecto de encarecer el costo en pesos del endeudamiento externo y acelerar los pagos (26). Este mayor costo fue parcialmente contrarrestado por el desmonte de los encajes en moneda extranjera.

Finalmente, vale anotar cómo con posterioridad a la reforma financiera de 1974 se pasó a un nivel significativamente más alto de tasas de interés internas. Este fue quizás el principal factor que elevó el diferencial estimado en el cuadro 6.

La conclusión central de esta sección es que los diferenciales entre el costo interno y externo del

(25) En un análisis más riguroso sería importante estimar la elasticidad precio de la deuda.

(26) El ritmo acelerado de devaluación creó incertidumbre entre los usuarios del crédito externo lo cual indujo a que durante esos años se pagara anticipadamente una mayor proporción de las deudas en moneda extranjera.

crédito han sido determinantes importantes del comportamiento de la deuda externa para importaciones durante la presente década. Debe anotarse que estos diferenciales son la resultante, no solo de fuerzas del mercado, sino que están influidos en forma notoria por los encajes establecidos por la autoridad monetaria y por el manejo discrecional de la tasa de cambio (27).

V — COMPORTAMIENTO DE LOS PAGOS POR IMPORTACIONES

El propósito de la presente sección es analizar la estructura temporal de los pagos por importaciones. Este análisis permitirá determinar si durante los últimos años se ha presentado una aceleración o un retraso en el ritmo de los giros por este concepto. La relación de esta sección con lo analizado en las anteriores, reside en el hecho de que provee información sobre la rotación de la deuda externa. Esta nueva evidencia permite precisar hasta qué punto las variaciones en la deuda obedecen a cambios en los plazos de los créditos, y hasta qué punto se debieron a la financiación de una mayor proporción de las importaciones con crédito externo (28). Infortunadamente la información que permite conocer la estructura temporal de los pagos no está disponible sino a partir de 1974, lo cual permite hacer inferencias al respecto únicamente para el período 1974-1977.

A fin de determinar el ritmo de pagos, se trabajó con varias series de indicadores provenientes de tres fuentes: a) licencias de cambio aprobadas para el pago de mercancías, clasificadas según la fecha del registro de importación; b) registros de importación reembolsables para importaciones giro ordinario, Plan Vallejo, convenios de compensación y crédito recíproco; c) pagos efectivamente realizados por estos conceptos, de acuerdo con la balanza cambiaria.

Las estadísticas anteriores fueron ajustadas para tener en cuenta los siguientes factores: a) El sistema de pagos anticipados de las Resoluciones 58 de 1970 y 59 de 1975 de la Junta Monetaria. Esta corrección fue necesaria, ya que por este sistema el giro puede efectuarse con anterioridad a la obtención de la licencia de cambio. Lo anterior se hizo en vista de que la fuente básica de información era el valor aprobado de las licencias de cambio; b) Los sistemas especiales de importación-exportación (Plan Vallejo) no requerían antes licencias de cambio para efectuar el giro. Este hecho hacía que las licencias aprobadas subestimaran el valor de los giros; c) Las importaciones hechas de países de convenio no requieren

licencia de cambio cuando se hacen con carta de crédito (Resolución 36 de 1972 de la Junta Monetaria). Estas alcanzan aproximadamente el 75% de los giros efectuados por convenios. Las cifras de licencias subvalúan en este monto los pagos efectivamente realizados. Los ajustes mencionados arriba permiten pasar de las cifras de licencia de cambio aprobadas, según fecha de registro, a la serie de pagos, según fecha de registro.

La ausencia de información directa que permitiera asociar los pagos efectivamente realizados según la fecha de nacionalización (o mejor aún, de embarque que sería la más apropiada), nos llevó a utilizar la serie mencionada al final del párrafo anterior.

Los giros dependen no solo del ritmo con que se hubieran estado pagando las importaciones, sino también del valor de los registros aprobados mensualmente. Para cada pago mensual se determinó que parte correspondía a registros de importación de meses anteriores. La cifra encontrada para cada mes se dividió por el valor total de los registros aprobados en el mes correspondiente. Por ejemplo, el total de pagos efectuados en junio de 1975 fue de US\$ 190 millones. De estos, US\$ 7.6 millones correspondieron a registros hechos en septiembre de 1974. Los US\$ 7.6 millones se dividieron por el valor de los registros de importación aprobados en septiembre de 1974 (US\$ 128 millones). El resultado muestra la proporción de los registros aprobados en septiembre de 1974, pagados en junio de 1975. Estos valores se ordenaron de tal manera que mostraran, para los registros de cada año, la proporción pagada al cabo de n meses, donde n varió de cero a veintinueve. Las cifras así obtenidas, presentan el inconveniente de ser muy sensibles a pagos hechos ocasionalmente por entidades oficiales como ECOPEPETROL, IDEMA, etc., cuyo comportamiento no es representativo de los giros del sector

(27) Aunque este instrumento no haya sido manejado deliberadamente para afectar el endeudamiento externo.

(28) Si fuera posible conocer el plazo medio de financiación, y dados el flujo anual de importaciones y el volumen total de la deuda, se podría determinar la proporción de las importaciones que recibe financiación externa. Esta información puede emplearse para establecer si las variaciones en la deuda obedecen a cambios en la proporción de importaciones financiada o a modificaciones en la duración media de los préstamos. Simbólicamente esto se puede expresar como:

$$PF = \frac{D}{I \cdot P/12}$$

donde:

- PF = Proporción de las importaciones financiadas externamente
- I = Importaciones anuales.
- P = Plazo medio del crédito en meses.
- D = Saldo de la deuda.
- P/12 = Rotación anual de la deuda.

privado. Con el propósito de evitar las distorsiones que estos pagos podían introducir, se procedió a obtener para cada año una medida de tendencia central, la mediana, no influida por valores extremos. Los resultados de este proceso se presentan en los cuadros 7 y 8. El primero de ellos muestra la manera como se distribuyeron los pagos correspondientes a registros hechos durante los años 1974 a 1977. El segundo presenta esta misma información en forma acumulada, la cual aparece también en el gráfico 4.

CUADRO 7

Medianas de la distribución mensual de los pagos de importación según fecha de registro

(Porcentajes)

Meses después del registro	Registros hechos durante:	1974	1975	1976	1977
0.....		.00	.04	.00	.00
1.....		.60	.55	.28	.36
2.....		1.79	.88	.54	.38
3.....		2.27	2.30	1.14	.52
4.....		3.73	4.30	3.25	2.18
5.....		5.68	5.77	5.50	5.20
6.....		7.31	6.98	7.22	9.29
7.....		7.06	8.74	9.65	10.29
8.....		6.85	8.09	13.09	12.62
9.....		5.06	7.90	10.54	15.32
10.....		6.29	6.51	9.30	8.01
11.....		3.83	5.38	6.86	—
12.....		3.46	3.74	5.08	—
13.....		3.08	3.61	3.66	—
14.....		2.39	2.64	2.41	—
15.....		3.40	2.32	1.79	—
16.....		1.97	1.69	1.21	—
17.....		1.54	1.22	1.16	—
18.....		1.17	1.48	1.14	—
19.....		1.23	.84	.79	—
20.....		.95	.91	.74	—
21.....		.85	.72	1.07	—
22.....		.73	.83	1.45	—
23.....		.54	.55	—	—
24.....		.61	.43	—	—
25.....		.43	.44	—	—
26.....		.42	.44	—	—
27.....		.39	.44	—	—
28.....		.31	.48	—	—
29.....		.35	.51	—	—

Del análisis de las cifras del cuadro N° 7 se derivan las siguientes conclusiones: 1) La moda (valor máximo alcanzado por la distribución) se ubica seis meses después del registro en 1974, siete meses en 1975, ocho meses en 1976 y nueve meses en 1977. Igualmente, aumenta en valor de año en año, pasando de 7.3% en 1974 a 15.3% en 1977. Este comportamiento indica una mayor demora en los pagos realizados durante los primeros meses después del registro, lo cual se puede observar también en el gráfico N° 4.

2) A partir del noveno mes después del registro, la tendencia que venían mostrando los pagos se revierte, indicando una aceleración de los mismos. Como

consecuencia de esto, al cabo de veinte meses después del registro, mientras que en 1974 se había pagado solamente el 70% de los registros, en 1976 esta proporción había aumentado a más de 85%.

3) La evidencia presentada señala una aceleración de los pagos. Ello implica que el plazo promedio de los créditos externos debe haber disminuido (29). Este resultado indica, de acuerdo con lo señalado en la nota (28), que la proporción de las importaciones que está recibiendo financiación externa debió aumentar durante los años 1974 a 1976. Para 1977 el resultado no es concluyente ya que, aunque los plazos de giro han seguido disminuyendo, lo mismo sucedió con el endeudamiento por dólar de importación.

CUADRO 8

Medianas de la distribución mensual de los pagos de importación según fecha de registro

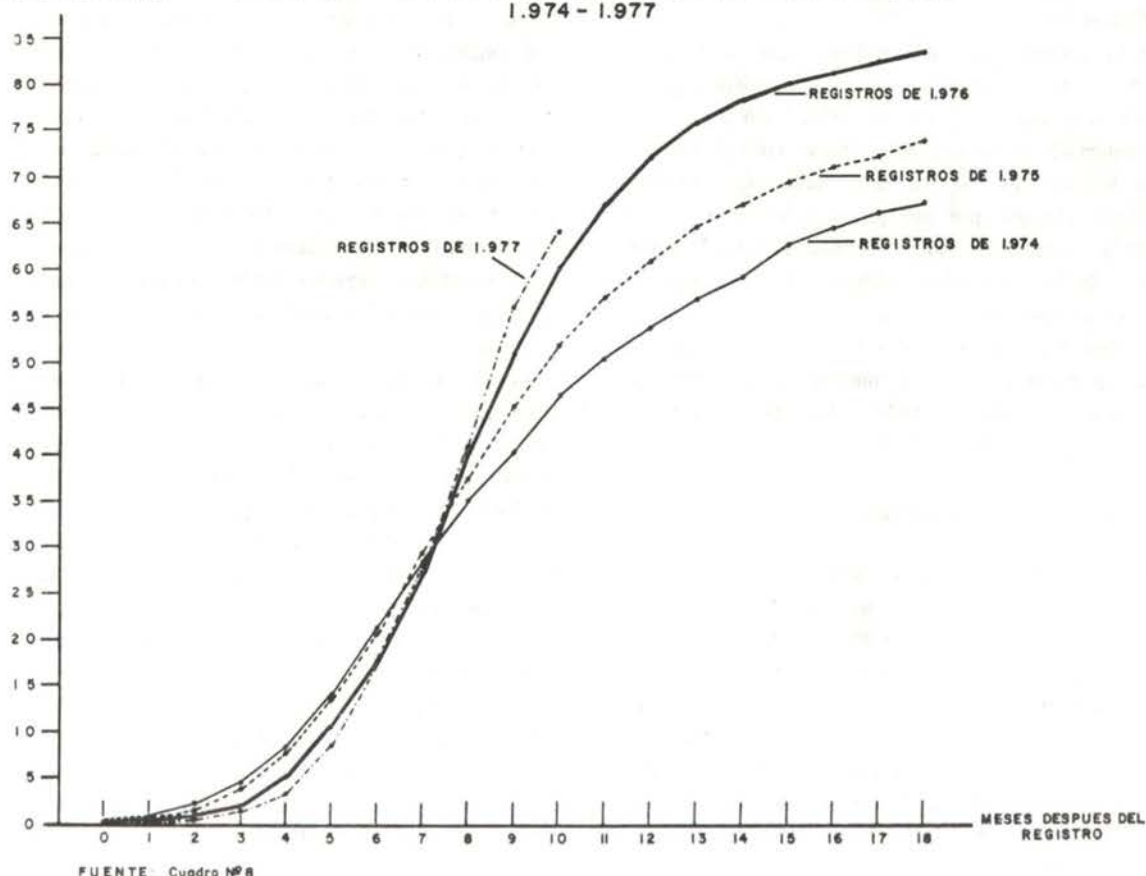
(Porcentajes acumulados)

Meses después del registro	Registros hechos durante:	1974	1975	1976	1977
0.....		0.00	0.04	0.00	0.00
1.....		0.60	0.59	0.28	0.36
2.....		2.39	1.47	0.82	0.74
3.....		4.66	3.77	1.96	1.26
4.....		8.39	8.07	5.21	3.44
5.....		14.07	13.84	10.71	8.64
6.....		21.38	20.82	17.93	17.93
7.....		28.44	29.56	27.58	28.22
8.....		35.29	37.65	40.67	40.84
9.....		40.35	45.55	51.21	56.16
10.....		46.64	52.06	60.51	64.17
11.....		50.47	57.44	67.37	—
12.....		53.93	61.18	72.75	—
13.....		57.01	64.79	76.11	—
14.....		59.40	67.33	78.52	—
15.....		62.80	69.65	80.31	—
16.....		64.77	71.34	81.52	—
17.....		66.31	72.56	82.68	—
18.....		67.48	74.04	83.82	—
19.....		68.71	74.88	84.61	—
20.....		69.66	75.79	85.35	—
21.....		70.51	76.51	86.42	—
22.....		71.24	77.34	87.88	—
23.....		71.78	77.89	—	—
24.....		72.39	78.32	—	—
25.....		72.82	78.76	—	—
26.....		73.24	79.20	—	—
27.....		73.63	79.64	—	—
28.....		73.94	80.12	—	—
29.....		74.29	80.63	—	—

El aumento en la proporción financiada puede explicarse, en parte, por la presencia del diferencial de costos entre el crédito externo e interno a que se hizo referencia en la sección anterior. La aceleración de pagos registrada, seguramente obedece a las diversas medidas adoptadas con el propósito de agilizar los pagos al exterior.

(29) Asumimos que la demora promedio entre registros y nacionalizaciones no ha sufrido variaciones significativas durante el período.

ESTRUCTURA TEMPORAL DE LOS PAGOS POR IMPORTACIONES 1.974 - 1.977



Para terminar, vale la pena considerar si el comportamiento de la estructura temporal de pagos al exterior puede estar afectado en forma significativa por un cambio en la composición de las importaciones. Esto es, en la medida en que se presenten aumentos sustanciales en la participación de los bienes de consumo y bienes de utilización inmediata (materias primas y productos intermedios) dentro del total de importaciones, aparecería, seguramente, un sesgo que muestra una aceleración de los pagos, por cuanto este tipo de bienes goza de menores plazos para el giro (seis meses) que los bienes de capital. El cuadro Nº 9 presenta la composición de las importaciones según registros desde 1972. La evidencia allí consignada da pie para pensar que este fenómeno ha tenido alguna incidencia, ya que la participación de los bienes de capital fluctuó entre un 32.9% y un 40.7%. Sin embargo, estos cambios en composición no logran explicar de manera consistente las variaciones que se observan en el gráfico Nº 4, excepto quizá para el año 1977.

CUADRO 9
Composición de los registros de importación
1972 - 1977
(Porcentajes)

Años	Bienes de consumo	Materias primas y productos intermedios	Subtotal	Bienes de capital	Diversos	Total
1972	12.4	47.6	60.0	39.0	1.0	100.0
1973	14.9	48.0	62.9	35.6	1.5	100.0
1974	10.7	55.4	66.1	32.8	1.1	100.0
1975	10.1	48.1	58.2	40.7	1.1	100.0
1976	10.3	49.0	59.3	40.4	0.3	100.0
1977 (Hasta Nov.)	14.7	52.2	66.9	32.9	0.2	100.0

Fuente: INCOMEX.

Del análisis presentado en esta sección se desprenden los siguientes hechos importantes:

a) Durante el período 1974-1977 el comportamiento de los pagos por importaciones muestra una ace-

lación de año a año. Sin embargo, el desplazamiento de las estructuras temporales de pagos no es uniforme.

b) La proporción de los registros pagados durante los meses próximos a su aprobación disminuyó en forma consistente a partir de 1974. Esto indica que los importadores acuden a un mayor endeudamiento, pero durante un período más corto. Tal comportamiento, obedece, por una parte, a los diferenciales entre las tasas internas y externas de interés y por otra, a la legislación que obliga a cumplir con los plazos máximos establecidos.

c) El comportamiento observado de los pagos no da pie para pensar que los importadores están acudiendo, en forma importante, a fuentes de financiación no registradas.

VI — CONCLUSIONES

En el presente estudio se han tratado numerosos aspectos del endeudamiento privado de corto plazo, concentrándose en la deuda externa que se origina en la financiación de las importaciones. En cuanto a esta última se ha discutido, con algún detalle, su evolución durante la década, enfatizando que ella fue el resultado, no solo de fuerzas económicas, sino que ha sido influida en forma definitiva por decisiones de política y diferentes modalidades de control empleadas por las autoridades monetarias.

Las principales conclusiones que se derivan del análisis presentado en las secciones anteriores son las siguientes:

1) La deuda externa de corto y mediano plazo del sector privado creció, en términos nominales durante el período 1971-1977, a una tasa ligeramente superior al 10% anual. Sin embargo, medido en términos de los precios de nuestras importaciones, el endeudamiento real se mantuvo relativamente estable a través del período. El sector importador incrementó su participación dentro del total de los préstamos, debido principalmente a que su endeudamiento estuvo sujeto a menores restricciones que las impuestas sobre las prefinanciaciones en moneda extranjera de las exportaciones y sobre los préstamos externos para capital de trabajo registrados bajo el artículo 128 del Decreto-Ley 444 de 1967.

2) Como lo demuestra el análisis de la Sección II, el crecimiento de la deuda para importaciones durante la década analizada, es bastante irregular, presentando fluctuaciones bruscas en su crecimiento, en particular durante los años 71-72, 74 y 76.

3) A pesar del esfuerzo realizado para ofrecer una serie lo más completa y exacta posible del en-

deudamiento externo privado de corto plazo, trimestre a trimestre, para toda la década de los 70, somos conscientes de algunas de las limitaciones y deficiencias que aún subsisten. En particular cabe señalar el grado de subestimación que existe en todo el endeudamiento otorgado directamente por los proveedores extranjeros. Infortunadamente no fue posible en forma alguna mejorar la serie que aparece en el cuadro N° 1. De todas maneras, hecha esta salvedad, esperamos que la información que aquí se publica habrá de servir para efectuar análisis y proyecciones más completas de los que hasta ahora conocemos.

4) La legislación adoptada para controlar el crecimiento de la deuda externa para importaciones no ha afectado en forma pareja las distintas modalidades de financiamiento (créditos obtenidos a través de bancos y corporaciones, préstamos artículos 131 y 132, créditos de proveedores). Este hecho trajo como consecuencia que se sustituyeran parcialmente unas formas de financiación por otras, lo cual a su vez implicó: a) que las medidas de control hubieran sido en algún grado contrarrestadas, y b) que la participación de los intermediarios financieros nacionales, dentro del total del crédito concedido a los importadores, hubiera disminuido de manera sustancial durante 1977, después de haber crecido casi continuamente durante la década.

5) El control al endeudamiento externo para las importaciones se ha hecho, principalmente, a través de la imposición de encajes al sistema financiero nacional, sobre sus operaciones en moneda extranjera y al inducir, por medio de controles administrativos, la aceleración de pagos al exterior. Ha sido necesaria la adopción de estos métodos, en vista de que la utilización de las tasas de interés domésticas o la tasa de devaluación, como instrumentos para controlar el endeudamiento, hubiera entrado en conflicto con otros objetivos económicos, hacia los cuales ya estaban siendo dirigidas estas variables de política.

6) Las medidas de control al endeudamiento muestran cuatro fases claramente definidas, las cuales coinciden con las que presenta el comportamiento de la relación "deuda por dólar de importación", como se analizó en las Secciones II y III. Este es un indicio, (que no consideramos concluyente hasta no analizar otros aspectos del problema bajo estudio), de que las medidas de control han sido efectivas en lograr su propósito.

7) El diferencial entre los costos del crédito doméstico y los del financiamiento con recursos foráneos, fue el determinante principal del aumento en

el endeudamiento por dólar de importación, observado durante los períodos en los cuales se relajaron los controles. Estos últimos elevaron, para algunos años del período, el costo de endeudarse externamente mediante alzas en los encajes en moneda extranjera, contribuyendo así a que durante 1972-73 y 1977 la deuda hubiera descendido. En el período 1974-76 el alto ritmo de devaluación y la elevación interna de tasas de interés, ensancharon el diferencial, induciendo un mayor endeudamiento. El relajamiento de controles en este período permitió ese resultado.

8) El comportamiento de los pagos por importaciones muestra una aceleración de los mismos durante el período de 1974-77. El mayor ritmo de pagos se produce ocho o nueve meses después de la aprobación del registro. Durante los primeros meses, se observan por el contrario, pagos más lentos. Esto indica que, seguramente debido al diferencial de tasas de interés, se está financiando una mayor proporción de las importaciones aunque por un plazo más corto. Lo anterior es congruente con las medidas adoptadas para acelerar los pagos al exterior.

9) Por último, deben mencionarse ciertas deficiencias que presenta el estudio. Algunas de esas limitaciones suscitan ideas sobre campos en los cuales serían convenientes investigaciones detalladas. La primera ya mencionada en el numeral 3) se refiere al crédito de proveedores y en forma más amplia al manejo de inventarios de bienes importados. Sería de sumo interés conocer qué tan sensibles han sido estos al aumento del costo del crédito.

Como segunda limitación de este estudio señalamos la imposibilidad de aislar en forma precisa los pagos por importaciones de entidades oficiales del tamaño de ECOPETROL e IDEMA. En la medida en que estas tengan un comportamiento, en cuanto a pagos, muy diferente al del sector privado, habrá algunas distorsiones en las series. Esta limitante se atenuó por el empleo de medianas en el análisis del ritmo de pagos.

En tercer lugar, deben mencionarse los cambios en la composición de las importaciones, por un lado, entre bienes de consumo y bienes de utilización inmediata y, por el otro, los bienes de capital. Este aspecto, sin duda, requiere un análisis más completo.

Como cuarto punto cabe señalar que todo el aspecto de rezagos requiere un mayor estudio, en particular los que se presentan entre el momento en que se toman las decisiones de la autoridad monetaria y el momento en que se nota su efectividad. Dicho complemento al análisis aquí hecho sería de suma utilidad para el manejo monetario. Otro de los rezagos que sería importante analizar con más detalle es el que se presenta entre la fecha del registro y la fecha de nacionalización de las mercancías.

Una limitación estadística adicional, es la de no disponer de cifras sobre importaciones efectivamente realizadas. Como se señaló en la discusión de la relación de "deuda por dólar de importación", lo ideal hubiera sido estandarizar la deuda no por los registros de importación, sino por importaciones nacionalizadas. De paso cabe mencionar, que en vista de que los registros de importación no se publican netos de cancelaciones y no utilidades, también puede haber algún sesgo por este concepto, aunque menor. Finalmente, los cálculos de los diferenciales entre el costo interno y externo del crédito requerirían un mejor conocimiento de cómo se forman las expectativas del importador con respecto al costo del crédito externo, incluyendo el riesgo cambiario. Asimismo sería importante realizar un esfuerzo más sistemático y permanente a fin de conocer mejor las tasas de interés efectivas que imperan en el mercado.

Confiamos que las limitaciones expuestas y las sugerencias sobre nuevas áreas que deben explorarse más a fondo, contribuyan al desarrollo de nuevas investigaciones que mejoren nuestro conocimiento del sector externo de la economía y de sus relaciones con el manejo monetario y financiero.